

钱都去哪儿了？

——基建低增之谜

分析师：梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话：021-20315056

邮箱：liangzh@r.qlzq.com.cn

分析师：吴嘉璐

执业证书编号：S0740520090004

电话：

Email: wujl@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 基建能拉动多少 GDP？

2 并没有“基建潮”——对基建增速的系统测算

3 财政到底有多紧？

投资要点

- 受到新冠疫情影响，今年财政支持基建的力度明显加大，政府债券比去年多发行 3.6 万亿，但基建增速却一直维持在低位，最近两月还有所下滑，远远低于年初大家的预期。为何发债高增长、而基建却未大增？钱都去哪儿了？本专题重点讨论基建的低增长之谜。
- **1、政府债高增长，而基建却偏低。**疫情冲击经济以后，今年我国财政政策明显更加积极，政府融资存量增速升至 20% 以上。以往在经济走弱、财政政策更加积极的情况下，基建增速都会有明显的走高，但今年基建增速一直偏低，最近几个月反而还明显下滑。
- **2、支出不多、收入大减，财政缺口扩大。**今年前 9 个月一般财政+基金支出增速只有 5.4%，而同期财政收入也明显下滑。尽管政府债多发 3.6 万亿，但其中有 2.1 万亿需要弥补前 9 个月扩大的财政缺口。这也是今年政府债大量发行、但基建增速却偏低的重要原因。
- **3、财政资金淤积？主要在融资平台。**财政存款余额负增长，说明近一年来财政资金是在净消耗的，并没有明显的淤积现象。不过地方融资平台层面的资金淤积可能是存在的。上半年城投公司的债务增速升至 14.8%，同时货币资金也在明显增加，一方面和低利率环境有关，另一方面可能存在一定的资金套利现象，导致资金并没有很快流到基建领域。
- **4、支出确有回暖，但基建占比下降。**近几个月财政支出的增速确实有所回暖，但基建投资增速反而还下降了，主要原因在于财政支出的结构也发生了变化。预算内资金中投向基建的比例比去年同期回落了 2 个百分点，5 月棚改债恢复发行以后，地方专项债投向棚改的比例也在明显上升。
- **5、基建或仍有抬升，幅度不宜高估。**今年受到疫情影响，财政支出的进度是偏慢的。按年初预算来看，四季度仍是财政支出的投放期。基建增速也会有所抬升，但幅度或会受到一定压制。一方面基建支出占比在边际回落；另一方面随着利率中枢抬升，城投平台债务的扩张速度也会受到影响。预计全年不含电力的基建增速或达到 2% 附近，包含电力的基建增速回升至 4.5% 附近。
- **风险提示：** 经济下行，政策变动。

内容目录

1、政府债高增长，而基建却偏低	3 -
2、支出不多、收入大减，财政缺口扩大	4 -
3、财政资金淤积？主要在融资平台	5 -
4、支出确有回暖，但基建占比下降	7 -
5、基建或仍有抬升，幅度不宜高估	8 -

图表目录

图表 1：政府债券发行高增长	3 -
图表 2：基建投资当月同比（%）	4 -
图表 3：公共财政和政府性基金收支增速（%）	4 -
图表 4：前 9 月财政缺口同比扩大 2.1 万亿（万亿）	5 -
图表 5：政府存款持续低增长（%）	5 -
图表 6：2020 年上半年城投平台债务有所扩张（万亿）	6 -
图表 7：城投企业货币资金增速上升（%）	7 -
图表 8：财政支出增速和基建增速（%）	7 -
图表 9：预算内基建相关支出占比下滑（%，1 年平滑）	8 -
图表 10：地方政府专项债投向各领域的占比（%）	8 -
图表 11：一般公共预算+政府性基金支出进度（%）	9 -

受到新冠疫情影响，今年财政支持基建的力度明显加大，政府债券比去年多发行 3.6 万亿，但基建增速却一直维持在低位，最近两月还有所下滑，远远低于年初大家的预期。为何发债高增长、而基建却未大增？钱都去哪了？本专题重点讨论基建的低增长之谜。

1、政府债高增长，而基建却偏低

疫情冲击经济以后，今年我国财政政策明显更加积极。预计今年我国政府债券净发行量将达到 8.5 万亿，比去年增加了 3.6 万亿人民币，其中财政赤字比去年扩大 1 万亿，地方专项债多增 1.6 万亿，还增加发行了 1 万亿的特别国债。所以政府融资存量增速从去年底的 14%，不断提升到了 9 月末的 20% 以上。

图表 1：政府债券发行高增长（%，亿元）

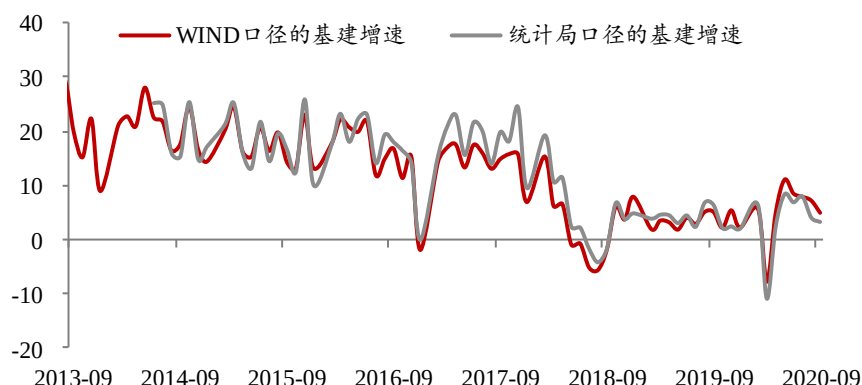


来源：WIND，中泰证券研究所

根据以往的经验，在经济走弱、财政政策更加积极的情况下，基建增速都会有明显的走高，例如 2014 年我国基建增速达到将近 22%，2015、2016 年的基建增速也都在 15% 以上。

但是今年财政政策更加积极以后，我国的基建增速一直偏低。截至 9 月末，统计局口径的基建增速（不含电力）只有 0.2%，Wind 口径的基建增速也只有 2.4%。即使考虑到之前受到疫情影响，施工时间较短，可能会拖累基建增速，但疫情防控住以后，基建增速也没有明显加快。例如最近几个月基建投资的当月同比增速还明显下滑，当前都在 5% 以内。

图表2：基建投资当月同比（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

2、支出不多、收入大减，财政缺口扩大

其实看财政对经济支持的力度有多大，并不是看政府发了多少债，而是要看其花了多少钱。如果我们将一般财政支出和政府性基金支出加总一块算的话，今年前9个月财政支出端的增速只有5.4%，增速并不高，一般财政支出这块还处于负增长的状态。

虽然支出增速低，但财政收入是明显减少的。今年受到疫情影响，经济总量走弱，前9个月一般财政和政府性基金收入同比减少了3.7%。

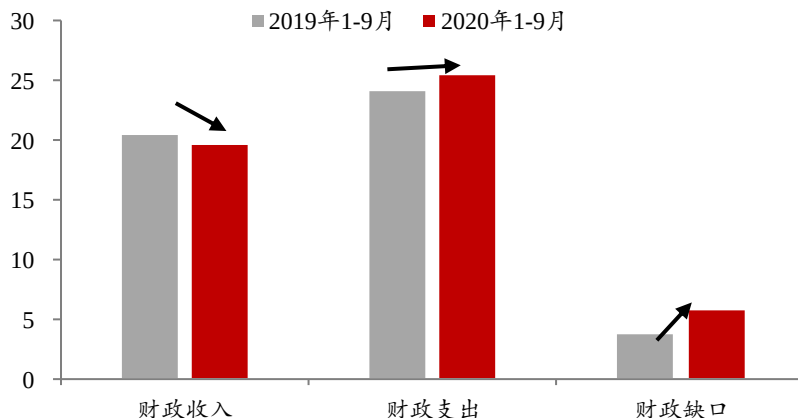
图表3：公共财政和政府性基金收支增速（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

就像一个人一样，如果收入明显减少了，即使要维持正常的支出增长，可能也需要依靠增加负债来完成。财政收入大幅下滑，尽管支出增速不高，但今年前9个月的财政缺口依然扩大到了5.7万亿，而去年同期只有3.6万亿，财政缺口扩大了2.1万亿。所以尽管今年政府债券多发行3.6万亿，但有2.1万亿需要弥补前9个月扩大的财政缺口。这也是今年政府债大量发行，但基建增速却相对偏低的重要原因。

图表4：前9月财政缺口同比扩大2.1万亿（万亿）



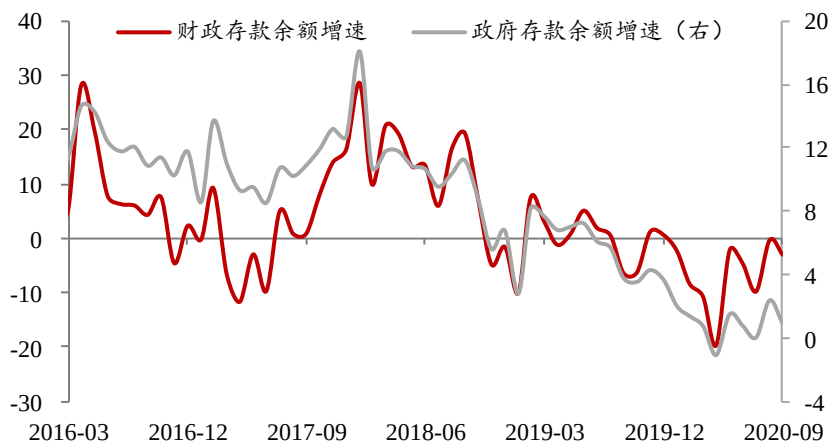
来源：WIND，中泰证券研究所

3、财政资金淤积？主要在融资平台

除了收支缺口扩大以外，基建低增长，是否因为财政资金有淤积呢？我们发现，公共财政和政府性基金这块的资金淤积并不明显。财政收入也好，发债融来的钱也好，如果没有及时花出去，都会体现在财政存款上。但今年以来财政存款并没有明显增加，前9个月，财政存款只增加了6000多亿，反而低于往年平均水平。而且财政存款余额目前也是负增长的，意味着近一年来财政存款还是净消耗的。

因此，单个月份财政存款的大增（例如8月份），主要是受到发债节奏和缴税等季节性因素的影响，财政资金暂时淤积，但一般隔月就会投放，并没有出现持续淤积的现象。

图表5：政府存款持续低增长（%）

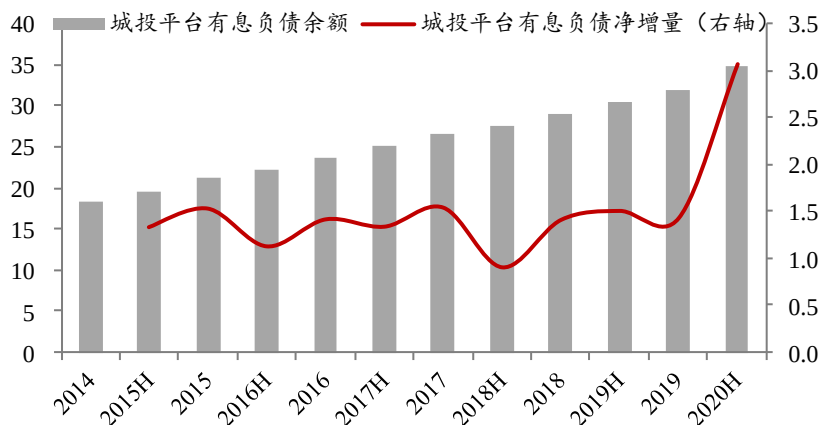


来源：WIND，中泰证券研究所

如果我们考虑到更广义的财政的话，地方融资平台层面的资金淤积可能

是存在的。我们统计了 2000 多家城投平台的债务规模，今年上半年城投公司有息负债余额已经扩张至 47 万亿，相比去年年末增加了 3 万多亿。如果用平衡面板来测算的话，今年上半年城投公司的债务增速也上升到了 14.8%。

图表 6：2020 年上半年城投平台债务有所扩张（万亿）



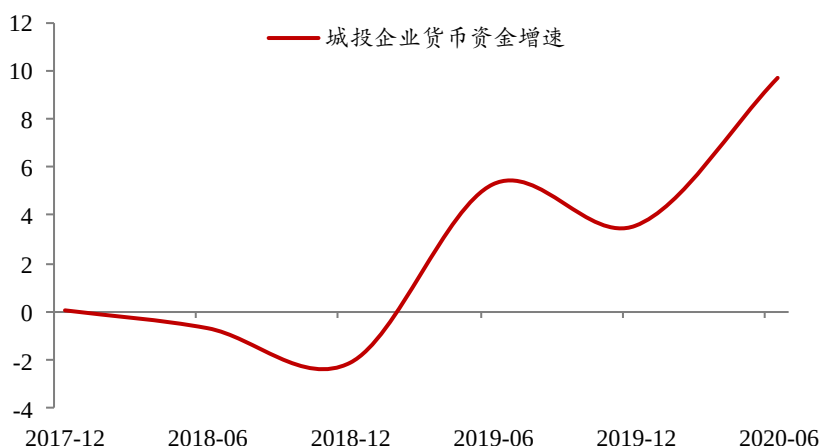
来源：WIND，中泰证券研究所

备注：为保证所取时间段内可比，这里采用平衡面板的方法选择了 1000 多家城投平台的样本。

在债务扩张的同时，我们发现这些城投公司的现金也是有明显增加的。今年上半年城投公司的货币资金增速高达 9.7%，远远高于去年末 3.6% 的水平，这说明大量负债融到的资金可能并没有很快花出去，有一部分转化成了存款。

资金的暂时淤积可能一方面和低利率环境有关。在今年货币宽松的时候，低利率可能会造成企业先融资、再花钱的现象。另一方面也可能存在一定的资金套利现象，比如企业通过发行较低成本的债券去融资，再把融到的钱去投资收益更高的金融产品，这些钱可能并没有很快流到基建领域去。

图表 7：城投企业货币资金增速上升（%）



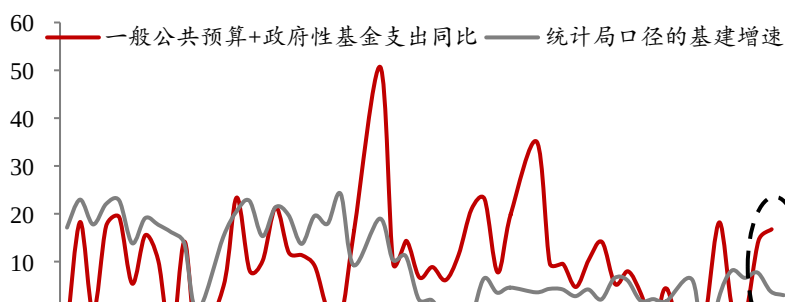
来源：WIND，中泰证券研究所

备注：为保证所取时间段内可比，这里采用平衡面板的方法选择了 1700 多家城投平台的样本。

4、支出确有回暖，但基建占比下降

此外，各类财政资金投向基建的比例下滑，也是制约基建增长的重要因素。尽管最近几个月财政支出的增速有所回暖，例如，预算内+基金支出的单月增速在三季度就已经上升到了 10% 以上，但是也没有看到基建投资增速的边际上升，反而还下降了，主要原因在于财政支出的结构也发生了变化。

图表 8：财政支出增速和基建增速（%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1877

